

للشفافية تأثير

كلما زاد انفتاح البلدان في تقديم المعلومات، زادت قدرتها على مقاومة تقلبات الأوضاع المالية العالمية

لويس برانداو-ماركيس، غاستون جيلوس، ناتاليا ميلغار

أصبحت

اقتصادات الأسواق الصاعدة على مدى السنوات العشرين الماضية مندمجة بصورة متزايدة في الأسواق المالية العالمية. وعلى سبيل المثال، زادت حيازات الحافظة الأمريكية من الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات طويلة الأجل) الصادرة عن كيانات من ٢٧ اقتصادا رئيسيا من اقتصادات الأسواق الصاعدة بنحو ثلاثة أضعاف كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لكل بلد بين عامي ١٩٩٤ و ٢٠١٢ (راجع الجدول ١).

وكانت لهذه الزيادة في الاندماج منافع جمة لاقتصادات الأسواق الصاعدة. فقد أدت إلى خفض تكلفة رأس المال عليها (مما زاد من الفرص الاستثمارية)، وتحسين اقتسام المخاطر وتنوع الحافظة، وتعجيل وتيرة نقل التكنولوجيا، والمساهمة في نشر أفضل الممارسات في حماية المستثمرين والحوكمة.

على أن تعميق الاندماج المالي جاء بتكلفة لعدد كبير من هذه الاقتصادات: فقد زاد من قابلية تأثرها بتقلبات الأسواق المالية الدولية. ولكن قابلية التأثير المتزايدة تلك تتفاوت بدرجة كبيرة، حيث تكون أعلى في بعض البلدان، وأدنى في بلدان أخرى. وحتى يتسنى للحكومات وضع سياسات تحد من درجة التقلب الذي يمكن أن يصاحب الاندماج العالمي المتزايد، يتعين عليها أن تفهم كيف تشكل خصائص البلد المعني الطريقة التي تؤثر بها الأسواق المالية العالمية على اقتصادات الأسواق الصاعدة.

وللوقوف على ذلك، قمنا بدراسة الدور الذي تضطلع بها شفافية البلد في تعظيم الصدمات المالية الناشئة من مراكز مالية عالمية. وخلصنا إلى أن تفاعلات الاقتصادات الأكثر شفافية - أي الاقتصادات التي توفر قدرا أكبر من البيانات وبحدثة أكبر، ولديها معايير أفضل لإفصاح الشركات، وسياسات أكثر وضوحا، وحوكمة أفضل - مع كل من حالات تحسن وتدهور الأوضاع السوقية العالمية تكون أقل حدة من تفاعلات اقتصادات الأسواق الصاعدة الأقل شفافية التي تسجل درجات أدنى على مختلف أبعاد الشفافية.

الشفافية القُطرية وتدفقات رأس المال

تؤثر عوامل قُطرية كثيرة، بشكل فردي، على سرعة وشدة انتشار الصدمات المالية عبر الاقتصادات. فالروابط المالية، مثل الانكشافات المشتركة للبنوك والصناديق المشتركة، تسهم بدور مهم في نقل الصدمات المشتركة وفي العدوى المالية. ومن المعروف أيضا أن الاندماج المالي، الذي هو ثمرة خفض الحواجز أمام التدفقات المالية عبر الحدود، يبسر بوجه عام انتشار الصدمات المالية على الصعيد الدولي (دراسة Bekaert and others, 2011).

على أن الدور الأقل وضوحا هو ذلك الذي تضطلع به الشفافية على المستوى القُطري - أي مدى توافر المعلومات التي تتيح للمستثمرين التقييم السليم للمخاطر والعوائد المصاحبة للاستثمار في البلد المعني. وكثيرا ما يقال إن زيادة الشفافية يمكن أن تكون

الحي المالي في سنغافورة.



مفيدة من كل من منظوري جذب الاستثمار والمساعدة على تجنب التقلب المفرط للتدفقات الرأسمالية. والفكرة هنا هي أن زيادة الشفافية تحسن انتظام وكفاءة عمل الأسواق المالية. فالشفافية تحد من حدوث ظواهر مثل التدافع في التداول (حيث يتخذ المستثمرون قرارات معينة لمجرد أنهم يشاهدون غيرهم يتخذونها)، وموجات التدفقات الاستثمارية المدفوعة بالحس، ومبالغة المستثمرين في ردود أفعالهم إزاء الأنباء. وقد لفتت الأزمة المالية العالمية الأنظار مرة أخرى إلى الدور الذي يسهم به انعدام الشفافية في زيادة حدة الصدمات المالية.

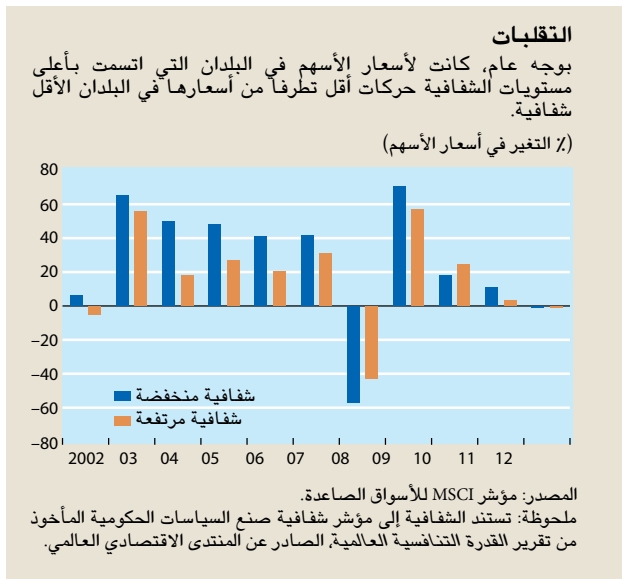
ولكن من حيث المبدأ، يمكن أن تسفر زيادة الشفافية فعلياً عن زيادة التقلب، وبالتالي زعزعة الاستقرار. فعلى سبيل المثال، يمكن أن تؤدي الشفافية إلى توفير معلومات عامة بصورة مفرطة (من خلال عمليات الإفصاح من الحكومات أو المشاركين في السوق)، وهو ما يمكن أن يؤدي من الناحية النظرية إلى مزاحمة المعلومات الخاصة الأكثر دقة - أي الحد من كفاءة المعلومات وزيادة التقلب - لا سيما عندما تكون هذه المعلومات مثيرة للبس («وضوائية» باللغة المالية) أو غير متصلة بالأوضاع الأساسية. وعلى سبيل المثال، يمكن أن يؤدي نشر بيانات رسمية أولية (وغير دقيقة) في حينها

إلى ردود أفعال مبالغ فيها إزاء تلك الأخبار من جانب المشاركين في السوق، مما يسفر عن تقلب الأسعار بدرجة مفرطة في الأسواق المالية (دراسة Morris and Shin, 2002). وتسهم زيادة الشفافية أيضاً في الاندماج المالي (بخفض تكاليف المعلومات وعدم تماثلها) ويمكن أن تزيد الحركة المتزامنة للأسعار في مختلف الأسواق (دراسة Carrieri, Chaieb, and Errunza, 2013).

وعلى الرغم من وجود بعض الأدلة التي تؤيد حدوث آثار مفيدة للشفافية القطرية (دراسة Gelos and Wei, 2005)، فإن الأدلة الكلية يمكن أن تفهم على أكثر من نحو. وعلاوة على ذلك، ركزت الدراسات التجريبية القائمة بصورة كبيرة على انتقال الصدمات المالية أثناء فترات الأزمات.

وقمنا بتقصي مسألة ما إذا كان انعدام الشفافية على المستوى القطري يعظم تأثير الأوضاع السوقية العالمية على الأوضاع المحلية على مدى الدورة الاقتصادية وذلك بالبحث في سلوك أسعار السندات والأسهم. وانطلقنا من فرضية أساسية مؤداها أنه عندما تكون الأوضاع المالية العالمية حميدة، يزيد ميل المستثمرين الدوليين إلى الاستثمار في الأسواق التي يكون توزيع المخاطر الأساسي فيها مفهوماً بدرجة أقل لهم (أسواق «غامضة») ثم يفرون عندما تتدهور الأوضاع العالمية. ويمكن أن يعزى سلوك المستثمرين هذا إلى عدة أسباب. فربما يشعر المستثمرون بارتياح أكبر إزاء الغموض عندما يكون لاستثماراتهم أداء جيد. وأحد الأسباب المحتملة الأخرى هو أنه خلال أوقات الشدة، يواجه مديرو الصناديق قدراً أكبر من التمحيص والضغط لتبرير تكوين الأصول في حافظاتهم فيستجيبون لذلك بخفض انكشافهم للأصول التي تكون مخاطرها مفهومة بدرجة أقل. وبالتالي يكون ميل هؤلاء لحيازة أصول أقل شفافية في أوقات الرخاء أكبر من ميلهم لحيازتها في أوقات الشدة. وربما كان من الأسباب أيضاً أن الغموض قد يجعل من الأصعب على المستثمرين فصل الصدمات الأساسية عن الصدمات الضوائية البحثية، مما يدفعهم إلى الربط بين العلامات الحميدة في المراكز المالية والأساسيات الجيدة في الأسواق الغامضة.

وأياً كان السبب (مع العلم بأن هذه الاحتمالات لا ينفي أحدها الآخر)، تشهد الأسواق الأقل شفافية طفرات أكبر عندما تكون أوضاع الأسواق المالية مواتية، بينما يكون العكس صحيحاً في أوقات الشدة (راجع الرسم البياني).



الجدول ١ شراء الأسهم

يملك المستثمرون الأمريكيون كمية متزايدة من الأوراق المالية طويلة الأجل الصادرة عن كيانات في اقتصادات الأسواق الصاعدة، مقيسة كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي لبلد الإصدار.

| منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة | ١٩٩٤ | ٢٠٠١ | ٢٠٠٧ | ٢٠١٢ | التغير في الفترة ١٩٩٤-٢٠١٢ | التغير في مؤشر شفافية صنع السياسات الحكومية |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|----------------------------|---|
| مقاطعة تايوان الصينية | ١٣,٣٨ | ١٨,٩٢ | ٥٧,٣٤ | ٤٩,٨٦ | ٣٦,٤٨ | ٥,٧١ |
| جنوب إفريقيا | ٠,٢١ | ٦,٧٦ | ٢٠,٦٦ | ١٨,٦٦ | ١٨,٤٥ | ٥,١٧ |
| إسرائيل | ٣,٨١ | ٦,٦٣ | ١٨,٥٤ | ٢٢,١٢ | ١٨,٣٠ | ٦,١٢ |
| سنغافورة | ٩,٨٨ | ٢٥,٠٣ | ٣٢,٤٤ | ٢٢,٣٩ | ١٦,٤٥ | ٤,٥٨ |
| جمهورية كوريا | ١,٦٤ | ٦,٨٣ | ١٣,٢٦ | ١٥,٣٣ | ١٣,٦٠ | ٣,٩٧ |
| تركيا | ٠,٦٧ | ٣,٠٥ | ١٠,١٦ | ١٣,٥٤ | ١٢,٨٧ | ٣,٩٤ |
| هنغاريا | ١,٣٤ | ٣,٨٤ | ٦,٦٨ | ١٠,١٤ | ٨,٨٠ | ٣,٧٥ |
| البرازيل | ٢,٢٠ | ٦,٠٤ | ١٣,٨٢ | ٩,٧٥ | ٧,٥٥ | ٣,٧١ |
| بولندا | ٠,٠٩ | ١,٦٣ | ٣,٢٦ | ٦,٣٢ | ٦,٦٤ | ٣,٢٢ |
| شيلي | ٤,٨٤ | ٨,٢٢ | ٧,٤١ | ١٠,٢٢ | ٥,٣٨ | ٤,٩٧ |
| الفلبيين | ٣,٨٩ | ٥,٢٦ | ٩,٦٩ | ٨,٦٥ | ٤,٧٧ | ٣,٧١ |
| كولومبيا | ٠,٦٨ | ٢,٨١ | ٣,٢٦ | ٥,٣٨ | ٤,٧٠ | ٤,١٥ |
| بيرو | ١,٠٣ | ٣,١٠ | ٤,٠٥ | ٥,٥٦ | ٤,٥٣ | ٣,٧٠ |
| إندونيسيا | ١,٢٢ | ١,١٥ | ٤,٢٥ | ٥,١٣ | ٣,٩١ | ٣,٥١ |
| الهند | ٠,٤١ | ١,٤٦ | ٦,٨٧ | ٤,٢٥ | ٣,٨٥ | ٤,٤٠ |
| روسيا | ٠,٠١ | ٣,٣٣ | ٦,٢٣ | ٣,٣٣ | ٣,٣٢ | ٣,١٤ |
| مصر | ٠,٠٠ | ٠,٦٢ | ٨,١٤ | ١,٦٨ | ١,٦٨ | ٣,٧٣ |
| الجمهورية التشيكية | ٠,٩٩ | ٠,٧٥ | ٢,٩٦ | ٢,٢٢ | ١,٢٤ | ٣,٦٩ |
| الصين | ٠,٣٧ | ٠,٢٣ | ٢,٧٨ | ١,٦٠ | ١,٢٢ | ٤,٣٢ |
| تاييلند | ٣,٦٧ | ١,٣٨ | ٢,٦٠ | ٤,٦٠ | ٠,٩٣ | ٤,٢٩ |
| المكسيك | ١٢,٢٢ | ٧,٨٤ | ١٠,٥٨ | ١٢,٧٣ | ٠,٥١ | ٣,٨٩ |
| باكستان | ٠,٤٤ | ٠,٢٥ | ١,٢٣ | ٠,٥١ | ٠,٠٨ | ٣,٣٨ |
| الأردن | ٠,٦٣ | ١,٠٩ | ٠,٦٥ | ٠,٦٣ | ٠,٠١ | ٤,٢٢ |
| المغرب | ١,٢٠ | ٠,٩٨ | ٠,٦٠ | ٠,٩٩ | ٠,٢١- | ٤,٣٤ |
| ماليزيا | ١٢,٨٤ | ١٢,٨٤ | ١٢,٤٣ | ١٢,٠٤ | ٠,٨٠- | ٤,٩٨ |
| الأرجنتين | ٦,٣٤ | ١,٦٣ | ٣,٧٧ | ١,٥٧ | ٤,٧٧- | ٢,٨٠ |
| الموسم | ٣,٣٣ | ٥,٢١ | ١١,١٨ | ١٠,١٧ | ٦,٨٤ | ٤,٧٥ |

المصدر: وزارة الخزانة الأمريكية، قاعدة بيانات النظم الرأسمالية الدولية؛ والبنك الدولي، قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية، وقاعدة بيانات OCIC Asia؛ وقاعدة بيانات EMED Emerging BME.

ملحوظة: يسجل الجدول حيازات الحافظة الأمريكية من الأسهم والسندات طويلة الأجل الصادرة من اقتصادات الأسواق الصاعدة. ومؤشر صنع السياسات الحكومية مأخوذ من تقرير القدرة التنافسية العالمية للفترة ٢٠١٣-٢٠١٤، الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي، وأعلى درجة ممكنة هي ٧.

قياس الشفافية

ينطوي قياس الشفافية القُطرية على صعوبات كبيرة. ذلك أننا نحتاج أولاً إلى مقاييس ترصد جزءاً من مفهوم عدم القدرة على التيقين من الاحتمالات التي يرجح بها وقوع الأحداث المختلفة. ومن ثم فإننا مهتمون بمؤشرات لعدم الشفافية تقيس مدى توافر جميع المعلومات ذات الصلة التي يمكن أن يستخدمها المستثمر لتقييم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلد معين. وثانياً، نحتاج إلى مؤشرات تغطي عدداً كبيراً من البلدان وتغطي فترة طويلة من الماضي. وبالتالي، قمنا بالتركيز على المؤشرات التي تقيس الفساد والحوكمة وممارسات الشركات في مجال الإفصاح والمعايير المحاسبية وشفافية السياسات والإحصاءات الحكومية.

وللتعبير كمياً عن تأثير الصدمات المالية العالمية على أسعار الأصول من الأسواق الصاعدة، استخدمنا مؤشراً بديلاً لأوضاع السيولة والعزوف عن المخاطر في المراكز المالية، وهو مؤشر التقلب VIX الذي يقيس توقعات المستثمرين بشأن تقلب أسواق الأسهم خلال الثلاثين يوماً التالية. وقمنا في سبيل ذلك بتحديد آثار عدة مقاييس مختلفة لعدم الشفافية القُطرية (تتراوح من درجة إفصاح الشركات وشفافية السياسات الحكومية إلى مقاييس أوسع لانعدام الشفافية، مثل التصورات بشأن الفساد). وباستخدام بيانات لكل من سوقي الأسهم والسندات على مدى الفترة ١٩٩٧-٢٠١١، خلصنا في جميع المشاهدات إلى أن تفاعل الأسواق الصاعدة التي تسجل درجات أقل على الأبعاد المختلفة لمقاييس انعدام الشفافية مع الأوضاع السوقية العالمية يكون أقوى من تفاعل الاقتصادات الأكثر شفافية. ومن الأمور ذات الدلالة أن هذه النتيجة ظلت متماسكة حتى عندما قمنا بتحديد أثر طائفة واسعة من مقاييس المخاطر وجودة الائتمان والسيولة (دراسة Brandão-Marques, Gelos, and Melgar, 2013). وفي الواقع، تشير تقديراتنا إلى أنه استجابة لحدوث زيادة قدرها ١٠٪ في مؤشر التقلب VIX (تعتبر صدمة سالبة بصورة طفيفة)، تشهد البلدان التي تتسم سياساتها الحكومية بأعلى قدر من شفافية زيادة في فروق العائد على سندات الدين السيادي (الفرق بين سعر الفائدة الذي يدفعه بلد ما للاقتراض وسعر الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية) تقل بنحو ٠,٤ نقطة مئوية عن الزيادة التي يشهدها البلد الوسيط. وفي المقابل، تشهد البلدان التي تتسم سياساتها بأقل قدر من الشفافية زيادة في تلك الفروق أعلى بمقدار ٠,٣ نقطة مئوية من البلد الوسيط. وتصل «مكاسب الشفافية»

الجدول ٢

الشفافية تحسب

عندما يتوقع المستثمرون حدوث تقلب، تزداد فروق العائد على السندات وتترجع أسعار الأسهم في اقتصادات الأسواق الصاعدة الأقل شفافية ويكون أدائها أفضل في الاقتصادات الأكثر شفافية. (٢٠٠٢-٢٠١٢٪)

| متوسط التغير الأسبوعي | مكاسب الشفافية | الأقل شفافية | الأكثر شفافية | التغير في فروق العائد على السندات |
|-----------------------|----------------|--------------|---------------|-----------------------------------|
| ١٨٤- | ٠,٦٨- | ٠,٣٦- | ٠,٣٢ | |
| ٢٤٤ | ٠,٣٤ | ٠,١٨ | ٠,١٦- | التغير في أسعار الأسهم |

المصدر: مؤشر EMBIG، التغيرات الأسبوعية ٪ في فروق العائد على السندات؛ ومؤشر MSCI، التغيرات الأسبوعية ٪ في أسعار الأسهم. ملحوظة: يقيس الجدول مقدار الزيادة في فروق العائد على السندات وهبوط أسعار الأسهم استجابة لحدوث زيادة نسبتها ١٠٪ في مؤشر التقلب VIX، الذي يقيس التوقعات بشأن تقلب سوق الأسهم خلال الثلاثين يوماً التالية. في البلدان ذات الشفافية المنخفضة والبلدان ذات الشفافية المرتفعة نسبة إلى بلد افتراضي يمثل وسيط الشفافية. وتكون البلدان الأقل شفافية في أدنى ١٠٪ في قائمة جميع البلدان حسب قياس مؤشر شفافية صنع السياسات الحكومية المأخوذ من تقرير القدرة التنافسية العالمية، الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي من الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٣ إلى ٢٠١١-٢٠١٢. وتكون البلدان الأكثر شفافية في أعلى ١٠٪ في القائمة.

للبلدان الأكثر شفافية إلى نحو ضعف متوسط التغير الأسبوعي في الفروق التي يقيسها مؤشر جي بي مورغن العالمي لسندات الأسواق الصاعدة (J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global) (مؤشر يتابع العائد الكلي لأدوات الدين التي تصدرها اقتصادات الأسواق الصاعدة لمشتريين أجانب). وفي حالة الأسهم، يكون المكسب

الأسواق الصاعدة ليست عاجزة حين يتعلق الأمر بالاستجابة لتقلبات الأسواق العالمية.

أكبر ويصل إلى نحو مرتين ونصف متوسط الزيادة الأسبوعية في مؤشر أسعار المستهلكين MSCI للأسواق الصاعدة، الذي يقيس أداء نحو ١٦٠٠ سهم على الصعيد العالمي (راجع الجدول ٢). ويزيد ذلك بنحو ثلاثة أضعاف على الزيادة في الانكشاف الذي يتعرض له بلد ما من مضاعفة تدفقات الحافظة الدولية لديه. ومن ناحية النوعية، تصدق هذه النتيجة لا على السياسات الحكومية فحسب وإنما أيضاً على مقاييس الشفافية الأخرى المذكورة أعلاه.

تحدي السياسات

ويعني بحثنا ضمناً أن الأسواق الصاعدة ليست عاجزة حين يتعلق الأمر بالاستجابة لتقلبات الأسواق العالمية. فالبلدان التي ترغب في الاستفادة من العولمة المالية يمكنها أن تحد من آثار الجانب غير السار بتحري قدر أكبر من الشفافية – أي بتوفير قدر أكبر من البيانات بحدثة أكبر، وتحسين معايير الإفصاح للشركات، وزيادة وضوح مسار السياسات، وبوجه عام تحسين الحوكمة. وبعبارة أخرى، يمكن أن تكون زيادة الشفافية أداة فعالة تنظر فيها البلدان قبل أن تلجأ إلى تدابير أخرى تهدف إلى الحد من الآثار العكسية لتدفقات رأس المال. ■

لويس برانداو-ماركيس اقتصادي أول في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي، وغاستون جيلوس رئيس قسم في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في الصندوق، وناتاليا ميلغار اقتصادية في مكتب الممثل المقيم للصندوق في أوروغواي.

المراجع:

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad, and Stephan Siegel, 2011, "What Segments Equity Markets?" Review of Financial Studies, Vol. 24, No. 12, pp. 3841-90.

Brandão-Marques, Luís, Gaston Gelos, and Natalia Melgar, 2013, "Country Transparency and the Global Transmission of Financial Shocks," IMF Working Paper 13/156 (Washington: International Monetary Fund).

Carrieri, Francesca, Ines Chaieb, and Vihang Errunza, 2013, "Do Implicit Barriers Matter for Globalization?" Review of Financial Studies, Vol. 26, No. 7, pp. 1694-739.

Gelos, Gaston R., and Shang-Jin Wei, 2005, "Transparency and International Portfolio Holdings," Journal of Finance, Vol. 60, No. 6, pp. 2987-3020.

Morris, Stephen, and Hyun Song Shim, 2002, "Social Value of Public Information," American Economic Review, Vol. 92, No. 5, pp. 1521-34.